

L'AVENIR DES SOCIÉTÉS DE BOURSE

MICHEL VIGIER,

ANALYSTE FINANCIER, CHOLET-DUPONT

Passant d'un environnement réglementé et protégé à une ouverture complète sur des marchés concurrentiels, dérégulés et à haut risque, les Sociétés de Bourse françaises se voient aujourd'hui confrontées à d'importants choix stratégiques : insérées dans un environnement européen où s'opposent le modèle anglo-saxon du brokerage et le modèle allemand de la Banque universelle, elles doivent essayer de préserver une organisation française de marché et de ses intermédiaires, tout en étant capables d'offrir l'ensemble des services de conseil, d'intermédiation et de gestion à leur clientèle tant domestique qu'internationale. Ces enjeux expliquent la révolution culturelle en cours, qui s'est malheureusement accompagnée d'accidents, et devra se poursuivre par d'importants ajustements structurels, humains et financiers.

235

LES CONSÉQUENCES DE LA DÉRÉGLEMENTATION

Le « big-bang » parisien a officiellement éclaté en mars 1987 mais il fut précédé d'une série d'entorses à l'organisation traditionnelle fondée sur un monopole corporatif :

- La négociabilité des courtages bancaires *via* les rétrocessions — abandon du monopole de négociation sur obligations *via* la création des SVT — autorisation de la contrepartie sans ratios prudentiels précis — accès des Agents de Change à la gestion de valeurs mobilières, domaine traditionnel des banques et assurances — création des marchés de futures échappant au monopole des Agents de Change. Plus fondamentalement, l'obsolescence du système corporatif et l'attitude rétrograde de nombre d'intervenants arcbutés sur leurs privilèges contribuait à l'émergence de marchés parallèles ou *offshore* et notamment à Londres, dont la City bénéficiait de

l'implantation traditionnelle de grands clients institutionnels et gérants de portefeuilles internationaux. Dans ce contexte, la déréglementation du marché boursier parisien, officiellement annoncée en 1987, constituait une étape incontournable, avec la suppression de barrières importantes :

- L'ouverture du capital des Sociétés de Bourse ;
- la disparition quasi-totale des contraintes touchant à l'intervention en principal, moyennant des ratios prudentiels ;
- l'accès libre aux divers métiers de la Finance ;
- la négociabilité des courtages, etc.

Cette déréglementation s'est produite en même temps qu'une modernisation fondamentale des techniques de négociations et de back-office des valeurs mobilières, avec le démarrage du marché CAC continu et sur écran, l'informatisation de la conservation puis des procédures de règlement-livraison, l'essor des techniques d'arbitrage informatisées, et la transformation profonde de l'aspect humain de ces métiers.

Déréglementation et modernisation française s'inséraient d'ailleurs dans un maëlstrom international où les financiers et les techniques s'émancipaient des contraintes traditionnelles, notamment à Wall Street, Londres et diverses places *off-shore*. De nombreux produits (futures, basket-trading, junk-bonds, etc.), techniques (arbitrage, couverture, OPA, etc.) et intermédiaires (Drexel-Burnham, BCCI, etc.) ont fleuri et prospéré dans cette bulle financière des années 80. La crise récente des marchés financiers et de leurs intermédiaires n'apparaît pas spécifiquement française, mais s'insère dans un mouvement assez brutal de correction des excès passés, et de rétablissement d'une hiérarchie des valeurs fondée sur l'économie réelle et le respect de règles déontologiques par les opérateurs.

Des risques mal maîtrisés

La crise des Sociétés de Bourse parisiennes provient pour partie d'une dérégulation et modernisation rapide, entraînant une montée des risques techniques, financiers et humains.

Davantage de risques techniques

La bulle financière des années 80 a provoqué une envolée des transactions entre 1980 et 1990. Elles sont passées de 43 milliards de francs à 690 milliards de francs pour les actions ($\times 16$), et de 63 milliards de francs à 3 018 milliards de francs pour les obligations ($\times 48$).

Quant aux capitalisations boursières, elles ont également explosé sous le double effet de la hausse des cours (pour les actions et titres assimilés) et de l'accroissement des encours : dette obligataire de l'Etat et des services publics, privatisations, émissions de fonds propres et quasi fonds propres des

secteurs publics et privés. Cette désintermédiation bancaire au profit d'intermédiation financière a pris de court, aussi bien les organismes de Place que les opérateurs (Agents de Change, Banques, institutions financières), et provoqué un gigantesque engorgement des circuits administratifs et de multiples déraillements des procédures.

Le problème des suspens, c'est-à-dire des transactions non débouclées à la Bourse de Paris, en constitue l'illustration la meilleure : de quelques centaines de MF en 1984-1985, les suspens globaux des Sociétés de Bourse ont approché les 30 milliards de francs à la fin de 1988 avant de revenir en dessous du milliard au début de 1991. Cet apurement nécessaire a coûté des centaines de millions de francs à l'ensemble des Sociétés de Bourse.

Davantage de risques financiers

La suppression de l'ancien système corporatif des Agents de Change, reposant de fait sur la garantie en dernier recours de la puissance publique, jointe à l'accès à l'intermédiation boursière de n'importe quel actionnaire, ont incontestablement aggravé les risques financiers : risques sur les actifs des déposants dans les Sociétés de Bourse, risques sur les capitaux confiés en gestion du fait de l'imprécision des mandats, risques sur les interventions pour compte propre des Sociétés de Bourse à cause de l'accès à la contrepartie, ou encore de l'insuffisance de définition et de contrôle des ratios prudentiels. Ces divers risques se sont malheureusement concrétisés, voire se sont cumulés chez certains opérateurs, au point de déboucher sur des sinistres majeurs, dont les plus connus sont : Tuffier (perte globale estimée à 750 MdF), SBF (perte sur position MATIF : 650 MdF), Girardet (perte sur gestion OPCVM : 230 MdF), Rondeleux (pertes diverses : 200 MdF), Lavendeyra (200 MdF), B. Michel (120 MdF), Bosher (120 MdF), Nivard (120 MdF), Meunier (100 MdF), etc.

237

Le montant total évalué à 3 milliards de francs n'intègre que très partiellement les pertes d'exploitation des Sociétés de Bourse françaises, estimées globalement à 1 milliard de francs en 1990-1991. Au total, les risques financiers de l'intermédiation boursière française se sont concrétisés par des pertes de l'ordre de 3,5-4 milliards de francs sur la période 1987-1991, dont le coût a dû être supporté par les actionnaires ou les clients, directement ou *via* les cotisations de marché prélevées sur les transactions.

Davantage de risques humains

Le passage des Sociétés de personnes qu'étaient les charges d'Agents de Change à des Sociétés Anonymes dotées d'un actionnariat institutionnel que sont devenues les Sociétés de Bourse, a secrété des risques spécifiques dans le

mode de gestion du consensus total et des problèmes déontologiques, comme dans l'organisation et les systèmes de management.

Le contrôle de petites unités à taille humaine et à activités fortement concentrées dans le temps et l'espace ne pouvait être reproduit dans le cadre de grandes sociétés à activités multiples, avec prises de risques financiers et sophistication des techniques de négociation comme de back-office. La modernisation de l'organisation hiérarchique et du management des Sociétés de Bourse a pris du temps et s'est effectuée sous la contrainte d'un environnement pressant et difficile. La légitimité des managements s'est trouvée concrétisée par l'évolution du capital des Sociétés de Bourse comme des besoins en matière de compétence technique et/ou commerciale, mais les adaptations hiérarchiques ont tardé et entraîné des risques supplémentaires.

LES HÉSITATIONS SUR LE MODÈLE EUROPÉEN DU MARCHÉ BOURSIER

Dans la perspective du marché unique des services financiers, les débats sur le modèle d'organisation et le rôle des intermédiaires boursiers se sont concentrés autour de trois grandes positions : le modèle libéral anglo-saxon, le modèle allemand des banques à tout faire, et le système français hybride qui s'apparente aux deux précédents. Pour l'éclairer, il faut revenir sur les caractéristiques spécifiques de la clientèle française, qui expliquent largement l'influence sur la Bourse de Paris, à la fois des brokers (héritiers des ex-Agents de Change), et des grandes Banques à réseau (collecteurs d'ordre, gérants d'OPCVM, conseillers des émetteurs).

Typologie et originalité de la clientèle française des Sociétés de Bourse

Le marché boursier français se caractérise par un rôle historiquement important de la clientèle particulière, une relative sous-représentation des institutionnels domestiques, une présence active et croissante des investisseurs étrangers. Leur part estimée dans la capitalisation boursière des actions et des obligations est reprise dans le tableau suivant :

L'AVENIR DES SOCIÉTÉS DE BOURSE

	% de la capitalisation boursière *	
	Actions (%)	Obligations (%)
Ménages	27	20
OPCVM	9	33
Divers institutionnels	11	26
Banques et entreprises	20	15
Etrangers	29	6
Divers	4	—
	100	100

* Estimations à fin 90.

• Les ménages ont un poids traditionnellement élevé dans la capitalisation boursière parisienne, comme à Wall Street et Tokyo, et à l'inverse de Londres. Cela s'explique par l'influence encore importante du capital familial dans nombre d'entreprises cotées, et dont les nouveaux entrepreneurs (Arnault, Bolloré, Pinault, etc.) maintiennent la tradition.

Par ailleurs, le petit porteur, retraité spéculateur ou jeune cadre détenteur de stock-options, plus les nouveaux venus des privatisations, constituent des donneurs d'ordre nombreux comme des Allemands ou des Suisses. L'originalité du système français réside dans la concentration des dépôts-titres et de la collecte des ordres dans les réseaux bancaires, alors que les brokers américains ou japonais ont constitué leur propre réseau et animent eux-mêmes le portefeuille de l'homme de la rue. Dans ce contexte, les Sociétés de Bourse françaises dépendent des guichets bancaires pour la collecte de l'essentiel des ordres de clients particuliers, ce qui a constitué une raison majeure de leur revendication d'accès direct, ou *via* une Société de Bourse captive, au marché boursier.

• Les OPCVM représentent une part significative de la capitalisation action, et beaucoup plus importante de celle en obligations (environ un tiers). Il s'agit à nouveau de capitaux collectés auprès de la clientèle particulière, par l'intermédiaire des réseaux bancaires ou d'assurances. Toutefois, l'existence de mandats en gestion et les règles déontologiques préservent l'indépendance des équipes chargées du placement de ces fonds sur les marchés boursiers, et permet une dispersion beaucoup plus grande des courants d'ordre parmi les intermédiaires.

Deux logiques s'affrontent : celle de l'établissement collecteur qui cherche à récupérer le maximum de la rente de gestionnaire, y compris à travers l'intermédiation, et celle de l'équipe de gestion, soucieuse de sa performance et désireuse de rémunérer l'intermédiaire en fonction de la qualité des

services. Cette clientèle est importante pour les Sociétés de Bourse car son professionnalisme et ses exigences promettent des courants d'ordre très significatifs et réguliers.

- Les autres institutionnels comprennent la CDC, les compagnies d'assurances, les Caisses de Retraite pour l'essentiel. Avec 11 % de la capitalisation action, et plus du quart de celle en obligation, ils constituent des acteurs importants de la finance parisienne.

Bien que collectant également l'essentiel de leurs capitaux auprès de la clientèle particulières, ils obéissent à une logique différente des OPCVM, beaucoup plus incitée sur le long terme et moins active dans les modes de gestion. De plus, la constitution des noyaux durs au moment des privatisations, les conséquences indirectes du « ni-ni », et l'alliance finance banque-industrie ont conduit à « geler » une partie significative de leurs portefeuilles.

Pour le solde, leurs politiques et exigences de gestionnaire rejoignent celles des OPCVM, quoique leur faible présence dans l'actionariat des Sociétés de Bourse les libère de certaines contraintes quant au choix de l'intermédiaire, qui doit justifier sa valeur ajoutée. Il s'agit en définitive de professionnels responsables et clients actifs des Sociétés de Bourse parisiennes.

- Banques et entreprises : avec environ 20 % de la capitalisation boursière action et 15 % de celle en obligations, les entreprises constituent un secteur important mais peu actif dans le quotidien, du moins en actions ; il s'agit le plus souvent de participations à caractères stratégiques, qui bougent dans le cas de reclassements, prises de participations, batailles boursières, etc. Par contre, les banques gèrent leur portefeuille de participations ou de placements, de façon plus active, notamment dans le domaine obligataire.

Pour ces derniers, l'accès au marché boursier s'effectue soit directement (cas des SVT), soit indirectement *via* leur Société de Bourse captive. Par contre, les entreprises adoptent généralement une attitude plus ouverte et compréhensive vis-à-vis de leurs intermédiaires boursiers, même si la tendance à utiliser le service « global » des banquiers tend à se développer. Pour les Sociétés de Bourse, il s'agit d'un courant d'ordre dont le poids relatif ressort très nettement inférieur à celui de l'influence dans les capitalisations boursières.

- Les étrangers : devenus en quelques années des opérateurs majeurs à la Bourse de Paris, leur poids dans la capitalisation boursière active approche les 30 % dont moins de 10 % correspond à des investissements de type « industriel » (BP, ESSO, Beghin-Say, etc.) et 20 % à des placements financiers. Dans le domaine obligataire, ils détiendraient entre 10 et 15 % de l'encours d'OAT. Du fait de leurs méthodes de gestion active et de leur

professionnalisme, les étrangers représentent, selon leurs estimations, plus du tiers des transactions quotidiennes en valeurs françaises, réalisées à Paris ou sur SEAQ International. A ce sujet, et contrairement à certaines études récentes, nous refusons de comparer simplement les chiffres de transactions des deux côtés du Channel.

Non seulement les transactions sur SEAQ International sont gonflées par l'enregistrement d'un achat et d'une vente pour chaque opération, et par les échanges entre *market-makers*, mais une partie significative des transactions à Londres est déboulée à Paris et vice-versa. Il n'en demeure pas moins que sur les valeurs les plus liquides du CAC 40, les donneurs d'ordre étrangers atteignent fréquemment 50 % du volume des transactions. Cette puissante activité institutionnelle s'explique par la puissance des organismes de gestion collective britanniques ou suisses, ainsi que par le mouvement d'internationalisation des Fonds de pension américains ou des assureurs japonais.

*Le modèle londonien
du laisser-faire*

Le « big-bang » londonien a révolutionné l'organisation du marché en substituant à un cadre réglementé un système fondé sur le laisser-faire des opérateurs. Le premier résultat fut de laminer la rentabilité des brokers domestiques, et de provoquer un mouvement de concentration et d'ouverture de la Place de Londres aux intervenants étrangers. Aujourd'hui une petite dizaine de brokers domestiques, dont certains ont d'ailleurs un actionnariat international, et les principaux brokers américains et japonais, tiennent les marchés des titres britanniques ou étrangers (système dit « de market-making ») sur un mode de négociation extrêmement souple : le SEAQ et SEAQ International.

241

Les contraintes en matière de déclarations des valeurs négociées ou d'écarts tolérés des cours sont très faibles, mais les règles déontologiques de séparation des métiers demeurent étroitement surveillés.

Au total, il s'agit d'un marché organisé pour les gros ordres des grands institutionnels britanniques ou internationaux installés dans la City, alors que le client particulier est largement tenu à l'écart. L'essentiel des ordres des petits investisseurs est concentré dans les réseaux bancaires, qui les traitent en interne au prix fixé par leur propre *market-maker* ; la différence entre prix de détail et de gros est inscrite dans le système lui-même, tandis que les taux de commissionnement sur les ordres ressortent logiquement très différents.

Les risques attachés à ce système de marché apparaissent de plusieurs types :

- Les positions des teneurs de marché deviennent évidemment vulnérables en cas d'écarts brutaux des cours. A la hausse, les gains demeurent

faibles car les clients finaux, et les *market-makers* les plus rapides et habiles viennent vider les stocks. A la baisse à l'inverse, le potentiel de perte ressort élevé, car les clients finaux et les *markets-makers* viennent charger les stocks des opérateurs SEAQ, obligés à tenir un minimum de leurs engagements en matière de volume et de fourchettes de prix vis-à-vis des autorités de marché et de la Place en général.

- Le peu d'attention apportée aux ordres des petits investisseurs que ce soit en matière d'exécution ou de commissionnement, aboutit à leur éviction progressive du marché, malgré le stimulus apporté par les privatisations...
- La priorité accordée aux gros ordres et aux grands investisseurs entraîne une mise à l'écart des petites capitalisations, ce qui pénalise l'accès des PME au marché boursier. Ces dernières ne trouvent plus d'intermédiaire pour assurer la liquidité de leurs titres, tandis que les grands investisseurs refusent d'investir des capitaux sur les marchés trop étroits, erratiques, et à l'accès coûteux.
- La concentration dans la capacité d'intermédiation sur quelques grands brokers peut déboucher sur des pratiques de cartel, tant sur l'éviction des opérateurs marginaux que sur les rémunérations chargées à la clientèle.

*Le modèle allemand
de la banque universelle*

242

En l'absence de « big-bang », le système allemand de la banque universelle continue à fonctionner non sans quelques ratés : à la fois banque commerciale, d'affaires, d'investissements et broker, la banque allemande bénéficie d'une puissance financière inégalée, mais aussi d'une confusion de rôles critiquables, d'une efficacité qui s'émousse parfois.

Dans le modèle allemand, la banque universelle fait l'économie du marché et donc de l'essentiel de la fonction d'intermédiation, ramenée à un rôle technique. Fondée sur des relations privilégiées et de longue durée avec les émetteurs (modèle japonais également), la banque allemande est leur prêteur commercial, leur actionnaire et conseiller d'investissement ; par ailleurs, elle conseille les investisseurs individuels et institutionnels, dont elle est parfois l'actionnaire.

Interlocuteur privilégié à la fois des émetteurs et des investisseurs, bénéficiant d'un réseau de relation et d'information de premier ordre, elle constitue par elle-même un carrefour qui permet de faire l'économie d'un marché organisé, ce dernier étant réduit à l'échange des soldes d'ordres non compensés.

Les risques consécutifs à ce modèle apparaissent de plusieurs types :

- La confusion des rôles entre courtier et teneur de marché pose des problèmes déontologiques difficilement maîtrisables, et génère des risques

de conflits d'intérêt compliqués à gérer dans une organisation monolithique et centralisée.

• L'information à sens unique ou à tout le moins monolithique de l'investisseur institutionnel entraîne une défiance de ce dernier, qui se tourne vers des sources dites indépendantes, notamment étrangères ; ces dernières sont incitées, pour se rémunérer, à délocaliser le marché boursier prioritairement à Londres.

• L'épargnant individuel se trouve doublement pressuré : dans la fixation des cours sur le marché primaire comme sur le secondaire, et dans les taux de commissionnement, du fait de la non-concurrence au sein des réseaux des banques universelles. De ce fait, il tend à se détourner du placement en direct et privilégie les OPCVM y compris *off-shore* pour des raisons fiscales.

*Le choix français du marché centralisé
encadré par les contrepartistes*

Le marché boursier français, du fait de la composition de sa clientèle, se trouve prisonnier d'une double conscience : d'une part, maintenir un marché centralisé, gouverné par les ordres des clients (importance historique de la publication des cours à la Cote Officielle), afin de rassurer l'importante clientèle de petits épargnants ainsi que les émetteurs soucieux du suivi étroit des cours et des quantités négociées sur leurs titres. D'autre part, assurer une liquidité suffisante notamment sur les grandes valeurs de statut international, afin de satisfaire la clientèle institutionnelle domestique et étrangère qui représente aujourd'hui une majorité des transactions.

Or, les prix sur un marché de détail et sur un marché de gros peuvent difficilement être les mêmes, d'autant que le modèle de marché anglo-saxon dirigé par les prix raisonne en net, c'est-à-dire en incluant le coût de l'intermédiation, de la prise de risque et du back-office de la négociation. Les différentes réformes instaurées à Paris dans les années récentes ont tenté de desserrer progressivement cette contrainte, tout en maintenant les principes de transparence et de sécurité qui forment la base d'un marché centralisé.

La transparence devient, après les excès de la bulle financière des années 80, une préoccupation majeure tant des investisseurs, des émetteurs, que des autorités de marché soucieuse de sa moralité et de sa réputation : informations fournies par les sociétés cotées, déclarations de franchissement de seuil et d'actions éventuelles de concert, prévention des délits d'initiés, surveillance et répression des opérateurs indéliques, autant de chantiers majeurs auxquels la Place de Paris s'est attelée avec un succès croissant, à la mesure des écueils rencontrés (Concept, Nouvelles Galeries, Société Générale, etc.). Néanmoins, la transparence peut représenter une contrainte

technique lourde pour les opérateurs, au point de les inciter à contourner voire à violer la réglementation, ou encore de détourner les transactions vers des places *off-shore* comme Londres.

Ainsi, l'information immédiate, *via* le système de cotation informatisé, sur les quantités de titres négociés peut constituer un lourd handicap pour le contrepartiste : ce dernier prend une position face au client, qu'il souhaitera déboucler sur le marché sans que les autres intervenants en aient connaissance. Sinon, les cours cotés, influencés par cette transaction, risquent d'évoluer dans un sens pénalisant pour le contrepartiste. De la même manière, une intervention répétée sur le marché, par une même Société de Bourse dont le nom est dévoilé au marché *via* le système CAC, peut attirer l'attention des autres intervenants et entraîner des comportements suivistes ou défensifs, pénalisants pour l'acheteur initial.

La sécurité du marché constitue également un atout, après les nombreux accidents des années 80 (question des suspens, krach de 87, affaire Tuffier, etc.). La garantie des dépôts de la clientèle est en passe de bénéficier de la protection de la loi bancaire. La sécurité des procédures de règlement/livraison est assurée *via* l'interposition d'une chambre de compensation, dont l'informatisation récente des filières rend difficile la répétition du problème des suspens.

244

Enfin, des mécanismes sévères de ratios prudentiels et d'appels de couverture, de même que l'instauration de statuts spécifiques (SVT, adhérents compensateurs du MATIF, contreparties agréés, etc.) assurent que les intermédiaires et les clients ne sortent plus du cadre réglementaire.

En définitive, le choix d'organisation français, toujours évolutif et dont certains aspects font encore l'objet de discussions, repose sur le maintien d'un marché centralisé, mais de plus en plus encadré par les contrepartistes. Ces derniers font en permanence le lien entre marché de détail et marché de gros, pour des raisons réglementaires mais aussi par intérêts : ils peuvent en effet et fréquemment refinancer leurs positions de blocs, partiellement ou totalement, en venant sur le marché centralisé où les ordres soignants (dits « cachés » car le système d'affichage obligatoire n'en dévoile qu'une fraction) constituent une liquidité non négligeable. Cela apparaît surtout vrai sur le marché des actions, car le marché des obligations et en particulier des OAT, a beaucoup perdu le contact avec les ordres de détail pour des raisons de technique de formation des prix et surtout de « Sicavisation » des portefeuilles.

C'est dans cet environnement que doivent se positionner les Sociétés de Bourse, dont l'avenir ne ressort plus du règlement monopoliste, mais d'un marché concurrentiel impliquant de véritables décisions de management.

VERS DES BROKERS À LA FRANÇAISE

L'Avenir des Sociétés de Bourse se dessine de plus en plus à géométrie variable, à l'instar de ce qui se constate sur les grandes places financières internationales ; les options concernent les métiers (généraliste ou spécialiste), les techniques (courtier ou broker), l'actionariat (domestique ou international, institutionnel ou privé), le management (intégré dans les banques ou indépendant).

Les métiers

D'une manière générale, les Sociétés de Bourse devront se concentrer sur les activités où elles bénéficient d'un champ de compétences réelles, et en particulier où elles peuvent offrir de la valeur ajoutée à leur clientèle. Ce n'est pas le cas actuellement des marchés de taux d'intérêts, perçus par les investisseurs comme des marchés de matières premières, où la logique du volume et de la contrepartie prévaut sur le service macro-économique d'anticipation.

Par contre, cela reste pour l'essentiel vrai des marchés d'actions et de produits dérivés (indices, options, paniers, etc.), où les intermédiaires bénéficient d'un large champ de compétences :

- Conseils à la clientèle institutionnelle, à travers des réseaux d'analyse financière et de vente de taille plus ou moins importante selon les ambitions : le spécialiste pourra se limiter à certains secteurs de la cote (du type valeurs immobilières provinciales, étrangères, peu liquides, second marché, etc.), alors que le généraliste doit assurer une couverture globale (macro-économique, chartiste, suivi des grandes valeurs, etc.) et disposer d'un réseau de vente mondial.

La présence à Londres, Wall Street, Tokyo, Hong-Kong, Francfort, etc., apparaît d'autant plus impérative, que la clientèle traditionnelle des brokers étrangers disparaîtra avec le Marché Unique et la capacité multiple. La constitution ou l'enrichissement de leur propre réseau de ventes constitue un objectif majeur des Sociétés de Bourse françaises, avec un coût relativement élevé en matière d'équipes professionnelles, de locaux, de système d'information et de diffusion interactifs, etc. Cela pose à l'évidence un problème de rémunération de cette fonction, qui n'est actuellement pas couverte sur le marché domestique par les taux de courtage communément pratiqués (inférieurs de moitié aux tarifs internationaux).

- Conseils à la clientèle particulière : que soit *via* les réseaux bancaires ou directement, la clientèle de particuliers demeure un enjeu majeur pour les Sociétés de Bourse française.

Les ordres de détail collectés par les réseaux bancaires sont en voie d'informatisation totale afin d'en réduire le coût direct et indirect (erreurs, suspens, contestations), mais cela suppose chez l'intermédiaire une capacité de négociation (filtrage, contrepartie) de ces ordres à des prix qui s'écartent le moins possible des cours centraux du marché. Quant aux ordres de détail des clients directs des Sociétés de Bourse, ils nécessitent un service spécifique en matière de conseil personnalisé et de traitement d'opérations parfois sophistiquées (arbitrage, couvertures de spéculateurs semi-professionnels).

- Gestion de fortune : cette activité réservée à la clientèle propre des Sociétés de Bourse, de type « haut de gamme », nécessite un professionnalisme certain face à une concurrence tant domestique qu'étrangère croissante avec le Marché Unique Européen des produits et services financiers. Compétence des gestionnaires, performances relatives, et qualité des relations personnelles et administratives, constituent des enjeux majeurs ; à l'inverse, la conservation et le back-office clients, qui imposent des outils sophistiqués mais banalisés, peuvent être sous-traités à des conditions financières favorables grâce aux économies d'échelle.

Les techniques

246

Qu'elle soit courtier et/ou broker, la Société de Bourse française doit assurer la totalité des conséquences vis-à-vis de la clientèle et du marché :

- Le courtier est responsable de la meilleure exécution des ordres de sa clientèle, et doit en conséquence respecter les règles de déontologie et de professionnalisme. Par-delà l'expérience et l'intégrité de ses opérateurs (qui ne peuvent intervenir pour compte propre), il est exclu que l'ordre du client soit exécuté autrement qu'en face du marché ; en particulier, les écarts de cours cachés (sur les prix moyens, sur les ordres de détail) ne peuvent être acceptés pour compenser la faiblesse des courtages. A partir de ces règles, le métier de courtier reste la base de l'activité d'une Société de Bourse (à New-York, il représente 2/3 des revenus, contre 1/3 pour le *proprietary trading*), à cause de son efficacité pour le traitement des ordres petits et moyens, et aussi de son adaptation aux marchés étroits (comptant, Second Marché) ; on rappellera à cet égard que sur les 700 actions cotées à la Bourse de Paris (plus les warrants, convertibles, etc.), 150 seulement peuvent être considérées comme liquides et 40 entrent dans la composition de l'indice CAC ; toutefois, ces dernières concentrent en moyenne 70 % des transactions.

- Le teneur de marché prend des positions pour compte propre de la Société de Bourse face au marché. Là aussi, la déontologie et le professionnalisme des opérateurs sont indispensables, afin de respecter à

tout instant les règles prudentielles et éviter la prise de risque excessive et/ou non conforme à la réglementation.

L'organisation de Place doit s'affirmer extrêmement attentive et rigoureuse dans ses fonctions de surveillance, tandis que les teneurs de marché doivent, d'une manière ou d'une autre, sélectionner leurs contrepartistes, et participer ainsi à la police collective. Des exigences de fonds propres constituant une barrière à l'entrée de ce métier, insuffisante si l'on n'y ajoute le professionnalisme et l'éthique des opérateurs. En particulier, il serait grave et contraire aux règles de séparations strictes des fonctions d'ouvrir cette activité à des intervenants puissants mais peu soucieux de leur rentabilité à court terme en considérant qu'ils se rattrapent sur d'autres services rendus à la clientèle (émissions primaires, banque d'affaires, arbitrage, etc.).

• La technique de négociation quelle qu'elle soit doit s'appuyer sur des back-offices puissants et performants, afin d'assurer la bonne fin des opérations vis-à-vis de la clientèle. Compte tenu des coûts informatiques et du personnel qualifié, le back-office Titres est devenu une industrie lourde sur toutes les grandes places financières.

Au niveau des intermédiaires, il tend à se concentrer entre quelques grands spécialistes, qui travaillent pour compte de leurs propres salles de marché, ou bien en sous-traitance de broker de taille moyenne ou petite. Il apparaît peu probable qu'à Paris survivent 50 back-offices de Sociétés de Bourse, et des choix difficiles à court terme mais porteurs d'économie à moyen terme devront être faits par nombre d'opérateurs.

247

L'actionnariat

Le « big-bang » de 1987 à Paris a entraîné une institutionnalisation quasi-totale de l'actionnariat des Sociétés de Bourse remplaçant les anciennes personnes physiques pour des raisons multiples : accès au marché pour les banques — besoin de renforcement des fonds propres — sauvetage de certaines maisons en difficulté — souci d'adossement pour sécuriser la clientèle propre.

Il n'est pas sûr que le système de *partnership* soit définitivement abandonné, et certains exemples étrangers témoignent de sa vitalité : Goldman Sachs est resté une *partnership* très dynamique et performante (n° 2 ou 3 des marchés primaires et secondaires américains), tandis que Baring Securities fonctionne sur le même modèle à Londres. D'autres grands brokers internationaux sont cotés en Bourse avec des actionnariats diversifiés, du type Merrill Lynch, Salomon ou Bear Stern aux Etats-Unis, Nomura, Daiwa ou Nikko au Japon, ou encore Mercury-Warburg en Grande-Bretagne.

Les choix d'actionnariat des Sociétés de Bourse, après une période marquée par l'urgence et les contraintes, pourraient donc évoluer en fonction des métiers et des techniques choisies :

- Une Société de Bourse à vocation généraliste, c'est-à-dire courtier et contrepartiste, avec un back-office propre, et une clientèle aussi bien particulière qu'institutionnelle, aura des besoins de fonds propres et d'adossement financiers (rating) tels qu'un actionnariat majoritaire et puissant, de type bancaire ou financier, français ou étranger, apparaît difficilement contournable.

- Une Société de Bourse à vocation spécialiste, par exemple courtier sur les valeurs peu liquides, discounter sur les grandes valeurs, ou gérant de clientèle particulière, ne devrait pas avoir les mêmes exigences de fonds propres ni d'adossement, à condition probablement de sous-traiter son back-office titres et sa conservation/clientèle à des organismes susceptibles de rassurer ses contreparties et ses clients. Dans ce cas, des actionnariats privés et des *partnerships* devraient réapparaître, d'autant que le coût d'accès au marché baissera à partir du début 92 (la séparation envisagée des fonctions de conservation, de compensation et de négociation, se traduira par une réduction du prix du siège de négociation).

- Une Société de Bourse complètement intégrée dans un groupe bancaire ou financier tendra à perdre l'essentiel de son rôle propre d'intermédiaire, le titulaire du Siège devenant l'établissement bancaire lui-même qui devra, d'une certaine manière, choisir le modèle allemand d'organisation des marchés boursiers. De la même manière, une Société de Bourse à actionnariat étranger peut perdre son individualité pour devenir l'antenne française d'un broker international dont le cœur du réseau (valeur ajoutée, salle de marché) restera à New York, Londres ou Tokyo.

248

Le management

Qu'il demeure indépendant ou qu'il soit intégré dans une hiérarchie puissante de type bancaire française ou broker international, le problème du management apparaît vital pour l'avenir des Sociétés de Bourse françaises. Par-delà l'expérience spécifique et dépassée des Agents de Change officiers ministériels, le modèle d'organisation traditionnel dans le système financier français apparaît de type bancaire.

Dans cet environnement, le management de type broker a du mal à s'imposer, fondé sur la priorité donnée à la clientèle d'investisseurs, à la valeur ajoutée, à une présence forte sur les marchés internationaux, à des outils de back-office puissants mais souples, enfin à des modes d'intéressement des équipes de direction, commerciales, et de back-office très largement variables et basés sur la profitabilité (aux Etats-Unis les bonus

représentent couramment la moitié des rémunérations dans les front-offices). De plus, les directions de brokers internationaux sont très impliquées dans la gestion quotidienne, l'animation des équipes commerciales et la prise de risque, pour le meilleur comme pour le pire.

Les exemples récents de démission chez les dirigeants de brokers japonais ou américains témoignent de leur degré d'engagement y compris personnel. À l'inverse, les managements de type bancaire ou assureurs français apparaissent plus fondés sur la collégialité, la responsabilité collective, l'organisation hiérarchique, et des rémunérations à dominantes fixes. Ce type de management peut fonctionner dans des Sociétés de Bourse intégrées, devenant des départements d'une organisation puissante, et aux métiers multiples.

En conclusion, l'avenir des Sociétés de Bourse françaises, ne peut s'envisager de façon uniforme, même si le cadre réglementaire redevenait contraignant ; des structures de plus en plus diversifiées devraient se dessiner, concurrentes mais aussi complémentaires, dans un marché européen et mondial des valeurs mobilières où la priorité redeviendra le service à la clientèle fondé sur des règles déontologiques voire éthiques exigeantes. La réflexion collective à Paris semble désormais évoluer dans ce sens, puisque les rapports Barbier de la Serre ou Equinoxe insistent, de manière différente, sur la nécessaire segmentation, l'évolution des règles de fonctionnement (modernisation du marché des blocs) et la reconstitution des marges des intermédiaires. Enfin, le début de réflexion sur les « fonds de pensions » à la française offre à moyen terme le potentiel d'un marché profond et liquide, jouant son rôle de financement des entreprises françaises.